

收购集团煤矿有利于长远发展

研究结论

- **拟收购集团新景矿 100%股权。**公司今日公告，拟收购集团全资子公司新景煤矿 100%股权，该事项已经获得山西省国资委的批复。根据审计报告，截至 2009 年 11 月 30 日，新景矿总资产为 52.51 亿元，负债 29.82 亿元，净资产 22.68 亿元。对新景矿的资产评估工作正在进行中，预计 12 月 25 日前将会完成，最终收购价格将以评估结果为基础。采矿权方面，国土资源部已经受理了将采矿许可证由阳煤集团变更至新景煤矿的申请。
- **产能增厚 32%，业绩增厚 22%。**新景矿核定生产能力 580 万吨/年，主要煤种为无烟煤，产品主要包括高炉喷吹煤。收购完成后，公司产能将较 2009 年增长 32%。业绩方面，根据公告，2009 年 9—11 月份，新景煤矿营业收入 6.19 亿元，净利润 9412 万元，考虑到无烟煤价格今年以来总体保持平稳，可以估算出新景矿 2009 年净利润在 3.8 亿左右，吨煤净利 60 元左右，折合增加公司每股收益大约 0.39 元，增幅为 22%。
- **后续资产注入值得期待。**我们认为收购集团新景矿标志着市场一直期待的资产注入迈出第一步，集团后续资产持续注入仍然值得期待。从产能看，2008 年集团煤炭产量为 3873 万吨，上市公司 1774 万吨，收购新景矿之后，集团剩余产能 1500 万吨左右，一旦注入，按照新景矿吨煤净利润 60 元吨测算，将会增加公司净利润 9 亿左右，增加 EPS0.94 元，相当于增厚 2009 年业绩 54%。
- **未来将获益集团强大资源整合能力。**除了现有煤矿之外，集团作为山西省煤炭资源整合的主体之一，近几年在山西阳泉、临汾等地区兼并收购了 34 座小煤矿，新增资源储量超过 50 亿吨，为集团实现亿吨级生产能力提供充足的资源保障，同时也为集团资产持续注入上市公司留下巨大空间。
- **公司 2010 年煤价有望大幅上调。**公司 2009 年以来煤炭销售价格基本稳定，但随着近期现货价格尤其是动力煤现货价格的持续大幅上涨，现货价格已经显著高于公司合同价格，因此，我们预计公司 2010 年煤炭合同价格有望上调 10%以上，将显著提升公司业绩。
- **上调 2010 年盈利预测，上调评级至“买入”。**收购新景矿使得收购集团资产取得实质进展，且集团后续资产注入值得期待。在假设明年 1 月份完成收购的情况下，我们将公司 2010—2011 年 EPS 分别上调至 2.33 元、2.47 元，上调投资评级至“买入”。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王帅

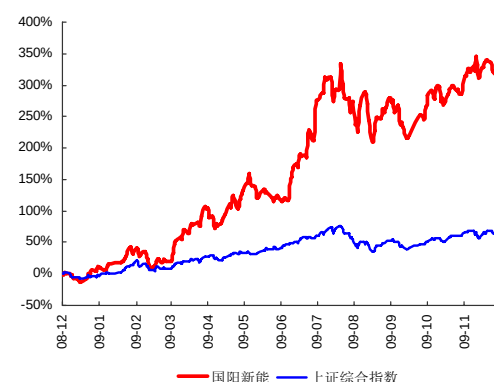
煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (上调)
股价 (09 年 12 月 16 日)	46.74 元
目标价格 (12 个月)	58.25
总股本/A 股 (万股)	96200/96200
A 股市值 (亿元)	亿元
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2009 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期

绝对表现 (%)	2	12	310
相对表现 (%)	2	3	230

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	17033	17075	17621	18149
营业利润 (百万)	1956	2281	3010	3194
净利润 (百万)	1455	1696	2239	2376
每股收益 (元)	1.51	1.76	2.33	2.47
净资产收益率 (%)	37.2	27.9	28.7	25
市盈率(X)	24.49	26.52	20.09	18.93

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：公司历年煤炭产量以及收购集团原煤产量 万吨

	2003	2004	2005	2006	1H2007	2007	2008
原煤总产量	1067	1285	1417	1465	639	1287	1774
收购煤产量		1346	1576	1760	789	1561	1873
煤炭总产量	1067	2631	2993	3225	1428	2848	3647

表 2：公司历年原煤收购成本以及收购单价 万元、元/吨

	2005	2006	2007	2008
收购集团原煤成本	347195.7	472807	432507	786660
收购集团原煤单价	220.30	268.64	277.07	420

表 3：公司洗煤业务情况

	2004	2005	2006	2007	2008
洗块煤产量 万吨	321.00	360.00	399.00	424.00	435
占总产量比重	12.20%	12.03%	12.37%	14.89%	12%
洗块煤价格 元/吨	369.69	431.52	511.34	531.46	697
洗块煤收入 万元	118671	155347	204026.00	225340.80	303014
洗块成本 元/吨	208.55	269.89	367.09	284.57	398.5
洗块总成本 万元	77101	116462	146469.00	120656.50	173338
洗块毛利率	35.03%	25.03%	28.21%	46.46%	42.8%

表 4：公司洗粉煤业务情况

	2004	2005	2006	2007	2008
洗粉煤产量 万吨	321	360	373.00	362.00	396
占总产量比重	12.20%	12.03%	11.57%	12.71%	11%
洗粉煤价格 元/吨	397.61	582.63	51976.41%	482.32	920.4
洗粉煤收入 万元	127632.00	209747.00	193872.00	174599.99	364484
洗粉煤成本 元/吨	292.92	376.16	367.56	279.03	415.7
洗粉总成本 万元	94028.83	135417.84	137098.60	101008.85	164599
洗粉毛利率	26.33%	35.44%	29.28%	42.15%	54.84%

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5003	7478	9677	11733
现金	1860	4438	6541	8491
应收账款	1305	1173	1221	1298
其它应收款	95	94	99	101
预付账款	343	323	358	349
存货	512	587	556	563
其他	887	863	902	930
非流动资产	4377	4336	4267	4277
长期投资	6	6	6	6
固定资产	3565	3521	3453	3463
无形资产	557	553	549	545
其他	250	256	260	262
资产总计	9380	11814	13944	16010
流动负债	3533	3403	3465	3529
短期借款	200	200	200	200
应付账款	939	999	980	993
其他	2394	2204	2285	2336
非流动负债	666	2072	2396	2678
长期借款	260	1660	1960	2260
其他	405	412	436	418
负债合计	4198	5476	5861	6207
少数股东权益	250	261	276	292
股本	962	962	962	962
资本公积	971	971	971	971
留存收益	2999	4144	5874	7578
归属母公司股东权益	4932	6077	7807	9511
负债和股东权益	9380	11814	13944	16010

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1513	2073	2629	2739
净利润	1516	1707	2254	2392
折旧摊销	316	340	365	394
财务费用	7	19	31	17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-703	16	-28	-67
其它	377	-9	8	4

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17033	17075	17621	18149
营业成本	13153	13558	13294	13614
营业税金及附加	206	171	176	181
营业费用	380	427	441	454
管理费用	1140	649	670	690
财务费用	56	19	108	115
资产减值损失	144	-30	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	1956	2281	3010	3194
营业外收入	4	10	10	10
营业外支出	45	15	15	15
利润总额	1915	2276	3005	3189
所得税	399	569	751	797
净利润	1516	1707	2254	2392
少数股东损益	62	11	15	16
归属母公司净利润	1455	1696	2239	2376
EBITDA	1663	2640	3405	3604
EPS (元)	1.51	1.76	2.33	2.47

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	65.9%	0.2%	3.2%	3.0%
营业利润	239.5%	-7.6%	31.9%	6.1%
归属于母公司净利润	270.4%	-7.6%	32.0%	6.1%
获利能力				
毛利率	22.8%	20.6%	24.6%	25.0%
净利率	10.8%	9.9%	12.7%	13.1%
ROE	37.2%	27.9%	28.7%	25.0%
偿债能力				
资产负债率	44.8%	46.4%	42.0%	38.8%
净负债比率	12.53%	34.71%	37.78%	40.50%
流动比率	1.42	2.20	2.79	3.33
速动比率	1.27	2.02	2.63	3.17
营运能力				

投资活动现金流	-300	-300	-300	-400	总资产周转率	2.09	1.61	1.37	1.21
资本支出	300	300	300	400	应收账款周转率	16	13	14	13
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	16.58	13.99	13.44	13.80
其他	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-17	805	-226	-389	每股收益(最新摊薄)	1.91	1.76	2.33	2.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	2.16	2.73	2.85
短期借款	200	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.13	6.32	8.11	9.89
长期借款	5	1400	300	300	估值比率				
普通股增加	481	0	0	0	P/E	24.49	26.52	20.09	18.93
资本公积增加	-241	0	0	0	P/B	9.12	7.40	5.76	4.73
其他	-463	-595	-526	-689	EV/EBITDA	16	17	13	12
现金净增加额	1196	2578	2103	1950					

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17033	17075	17621	18149
同比(%)	66%	0%	3%	3%
归属母公司净利润	1455	1696	2239	2376
同比(%)	270%	-8%	32%	6%
毛利率(%)	22.8%	20.6%	24.6%	25.0%
ROE(%)	37.2%	27.9%	28.7%	25.0%
每股收益(元)	1.91	1.76	2.33	2.47
P/E	24.49	26.52	20.09	18.93
P/B	9.12	7.40	5.76	4.73
EV/EBITDA	16	17	13	12

分析师承诺

王帅：煤炭行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn